

王玮

86755-33367019

Amy.wang@firstshanghai.com.hk

行业评价：正面

2008年1-7月电力行业增速放缓

2008年1-7月，全國新增產能 4,112.25 萬千瓦，其中，6000 千瓦及以上發電生產設備容量 71,798 萬千瓦，同比增長 13.0%。細分電源結構看，水電裝機增速加快，而火電裝機增速減緩。同期，全國發電量 20,062.81 億千瓦時，同比增長 11.9%，用電量 20,126.81 億千瓦時，同比增長 10.91%。我們認為，發電量與用電量增速的減緩主要與雪災、地震及煤價上漲等因素有關。4 月份開始，煤價上漲過快，同期火電機組的利用小時出現了明顯下降。此外，我們看到，自 4 月開始，工業用電增速逐漸提高，第三產業及居民用電的增速也逐漸降低，這反映出工業用電增長對全社會用電增長的拉動作用正逐步恢復。

行業困境的根源：市場煤與計畫電

早在 2004 年，國家提出了石油、煤炭、電力、天然氣等能源價格的改革思路。2005 年開始，煤炭行業與電力企業每年一度的煤炭訂貨會取消，轉而實行“重點電煤合同產運銜接會”，合同價格供需雙方自主談判決定。但同時，《電價改革方案》政策並未得到全面落實，電價仍然受到嚴格的管制。此外，由於電價是政府控制 CPI 上漲的工具之一，2004 年底國家提出“煤電聯動”政策也無法嚴格實施。

2008 年上半年，煤炭價格大幅上漲。我們認為，煤炭供需緊張、運力限制及關停小煤礦等都造成了一定影響。由於電價管制，煤炭價格的上漲不斷壓縮電力企業的盈利空間。根據電力企業公佈的半年業績報告，各電企的合同煤兌現率出現明顯下降，單位燃煤成本普遍上漲了 24%-30% 左右，並不同程度的出現了業績虧損或盈利大幅下降。

下半年行業困境緩解：煤炭限價取得成效，電價有望第三次提升

上半年影響電力需求的主要因素得以消除或者緩解。從中國歷史資料看，電力需求的增速是 GDP 增速的 1.3-1.5 倍，我們預計，下半年的機組利用小時將得以回升，全年將與去年持平或小幅下降，電力需求增速將得以回升。同時，國家發改委對煤炭價格第二次限價後，動力煤價格明顯回落，大同優混和山西優混動力煤價格分別由最高 7 月 21 日的 1065 元/噸和 95 元/噸，下降到 9 月 8 日的 975 元/噸和 895 元/噸，下降幅度分別為 8.45% 和 10.05%。此外，在兩次電價上調後，電力公司的困境得到緩解，根據我們的預測，電價每上調 1 分/千瓦時，可以覆蓋 28.9 元/噸的煤價上漲。近日，國家公佈 8 月份 CPI 為 4.9%，比市場預測為低。我們認為，在 CPI 的增幅得以控制後國家可能會再次上調上網電價，同時提高銷售電價。目前，各電力企業也普遍預測國家可能在第四季度上調電力價格。

投資策略：市值與盈利能力綜合考慮

我們的策略是：在公司重置成本與盈利能力之間綜合考慮，尋找煤礦資源豐富、電源結構合理、重置成本合理與財務負擔較輕的電力公司。

我們首選華潤電力（836），看好中國電力（2380），對大唐發電（991）評級中性。

目 录

1-7月电力供需分析——增长放缓	3
总装机容量增长放缓	3
电力供应增速减缓	3
电力需求增速下降	5
行业困境——市场煤与计划电	6
电煤价格矛盾根源	6
煤价上涨原因分析	6
上半年电企普遍亏损或盈利下降	7
下半年行业展望——困境缓解	8
电力需求依然旺盛	8
煤耗持续下降	8
煤炭限价措施取得成效	9
电价可能第三次上调	10
投资策略——市值与盈利能力综合	12
寻找煤炭资源丰富的电企	12
寻找电源结构多元化的电企	12
寻找重置成本的合理区间	13
寻找财务负担较轻的电企	14
投资建议	15
华润电力——首选	15
中国电力——买入	16
大唐发电——中性	17
华能国际——未评级	18
华电国际——未评级	19
附：全球电力行业估值水平表	20

1-7月电力供需分析——增长放缓

总装机容量增长放缓

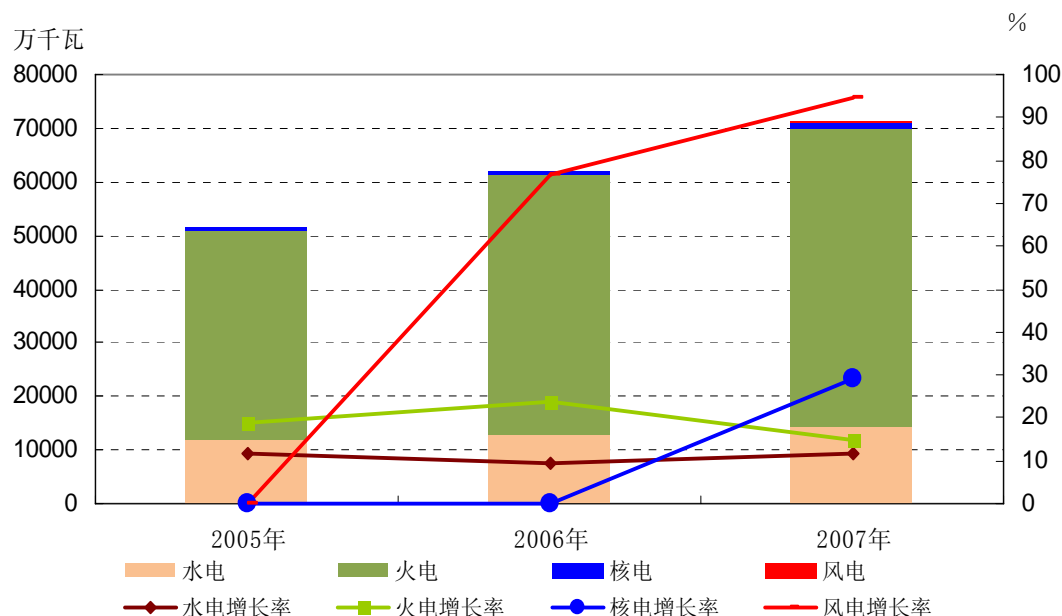
装机容量同比增长 13%

2008年1-7月，全国新增产能4,112.25万千瓦，较2007年底71,329万千瓦增长了5.77%。其中，6000千瓦及以上发电生产设备容量71,798万千瓦，同比增长了13.0%，去年同期增长为20.7%。

水电装机增速继续加快，
火电增速减缓

1-7月，6000千瓦及以上发电生产设备水电装机容量13177万千瓦，同比增长20.3%；火电56953万千瓦，同比增长11.6%；核电885万千瓦，同比增长12.7%。而去年同期水电及火电装机容量增速分别为12.2%和22.6%，水电装机增速加快，而火电装机增速减缓。

图 1：装机容量及增长率



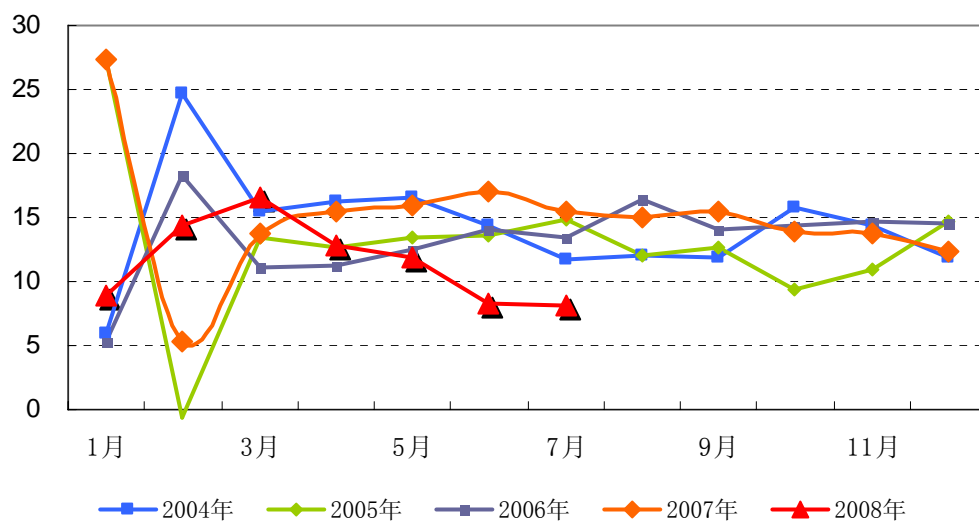
资料来源：中电联，第一上海

电力供应增速减缓

发电量增速减缓

1-7月，全国发电量20,062.81亿千瓦时，较去年同期增长11.9%，而2007年同期增长为16.5%，今年发电量增速减缓。我们从各月度数据看，4月份开始，发电量增速减缓较为明显。

图 2: 发电量增长百分比（月度当月）

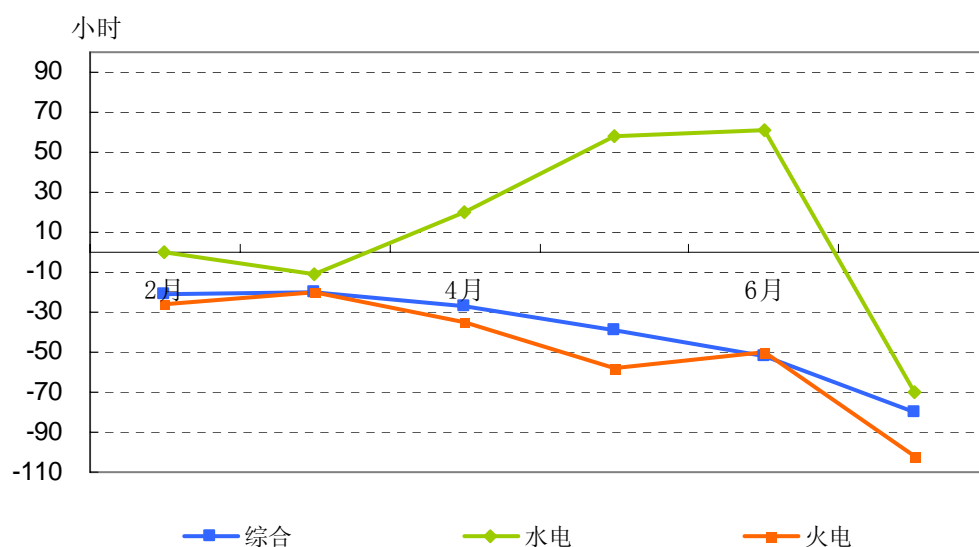


资料来源：中电联，第一上海

利用小时下降

我们从发电设备的利用小时数看，1-7 月份，平均利用小时为 2816 小时，比去年同期降低 80 小时。其中，水电设备平均利用小时 1987 小时，比去年同期增长 70 小时。火电设备平均利用小时为 2992 小时，比去年同期降低 102 小时。因此，我们认为，1-7 月发电量增速减缓主要与煤炭供需矛盾而引起的火电设备的利用小时降低有关。

图 3: 发电设备利用小时同比（月度累计）



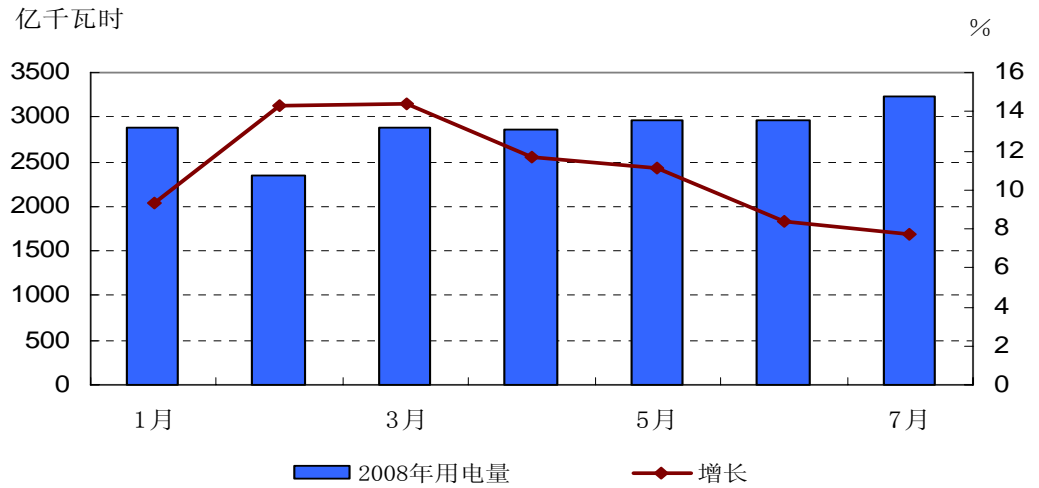
资料来源：中电联，第一上海

电力需求增速下降

用电量增速下降

1-7月全国用电量 20,126.81 亿千瓦时，同比增长 10.91%。从各月数据看，与发电量趋同，4月份开始用电量增速下降明显。

图 4：用电量及同比增长百分比（月度当月）



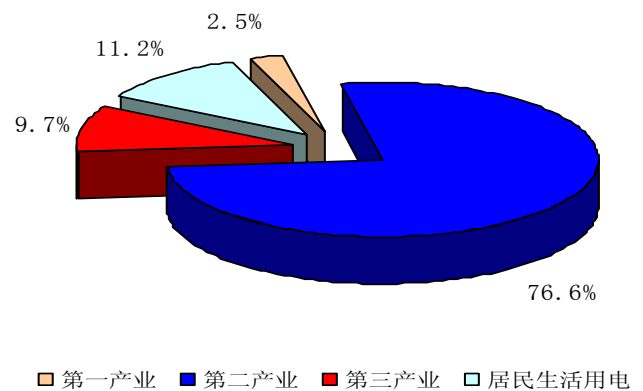
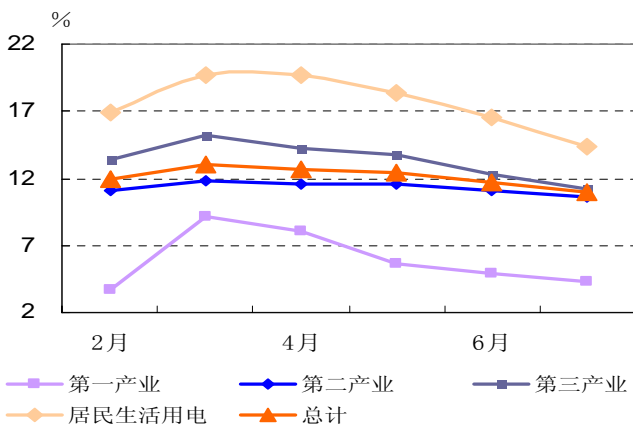
资料来源：中电联，第一上海

工业用电增速低于全社会

工业用电一直是用电量增长的主要拉动力量，1-7 月，第二产业用电量 15,409.48 亿千瓦时，同比增长 10.61%，低于全社会用电增速。但是，从趋势看，差距正在逐渐缩小，由 1-3 月低于全社会用电增速 1.21 个百分点逐渐减小为 1-7 月 0.3 个百分点。

图 5：分产业用电增长百分比（月度累计）

图 6：全社会用电结构（2008 年 1-7 月）



资料来源：中电联，第一上海

资料来源：中电联，第一上海

工业用电拉动作用逐步恢复

1-7 月，第三产业用电量 1,951.16 亿千瓦时，同比增长 11.20%；城乡居民生活用电量 2,257.7 亿千瓦时，同比增长 14.38%，均高于全社会用电增速。同时，我们看到，自 4 月开始，工业用电增速逐渐提高，第三产业及居民用电的增速也逐渐降低，这反映出工业用电增长对全社会用电增长的拉动作用正逐步恢复。

行业困境——市场煤与计划电

电煤价格矛盾根源

2005年能源价格机制改革 基于“可持续发展”及“节约型社会”等思想，2004年国家提出了石油、煤炭、电力、天然气等能源价格的改革思路。

煤炭价格市场化

2005年开始，煤炭行业与电力企业每年一度的煤炭订货会取消，转而实行“重点电煤合同产运衔接会”，合同价格供需双方自主谈判决定。

电价改革未落实

早在2003年，国务院就提出了《电价改革方案》，将电价进行厂网价格分离，上网电价将根据各地电力供求情况逐步引入竞争机制。但随后几年，电价改革政策并未得到全面落实，电价仍然受到严格的管制。

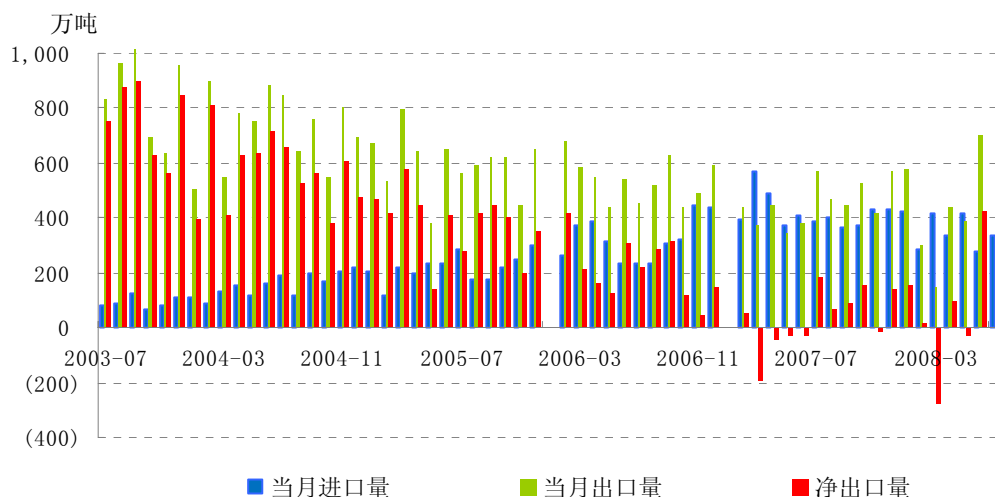
此外，2004年底，国家提出“煤电联动”政策，国家规定，以不少于6个月为一个煤电价格联动周期，若周期内平均煤价较前一个周期变化幅度达到或超过5%，便将相应调整电价。第一次煤电联动在2005年的5月，当时电价上调了0.0252元。而随后2005年11月份虽然再次满足了联动条件，但却并未有所动作。时隔一年之后，第二轮煤电价格联动在2006年5月1日实施。由于电价是政府控制CPI上涨的工具之一，煤电联动政策无法严格实施。

煤价上涨原因分析

煤炭供需紧张

目前国内煤炭供给存在一定供给缺口，预计2008年原煤需求不低于27.9亿吨，而供给则为27.4亿吨，呈现一种“紧平衡”状态。从煤炭进出口数据看到，我国煤炭出口量正逐年减少，进口不断增长。

图7：煤炭进出口（月度）



资料来源：中国统计局，第一上海

小煤矿关停影响

2005年中国小煤矿数量20622处，产量10.05亿吨，比重占47%。根据国家关闭不合格的中小煤矿，组建大型煤炭企业等产业政策，“十一五”规划要求，小型煤矿数量控制在1万处，产量控制在7亿吨以内，比重占22%。经过两年的调整，2007年国有煤矿的产煤量占产煤总量的50%，而地方小煤矿占比近40%。

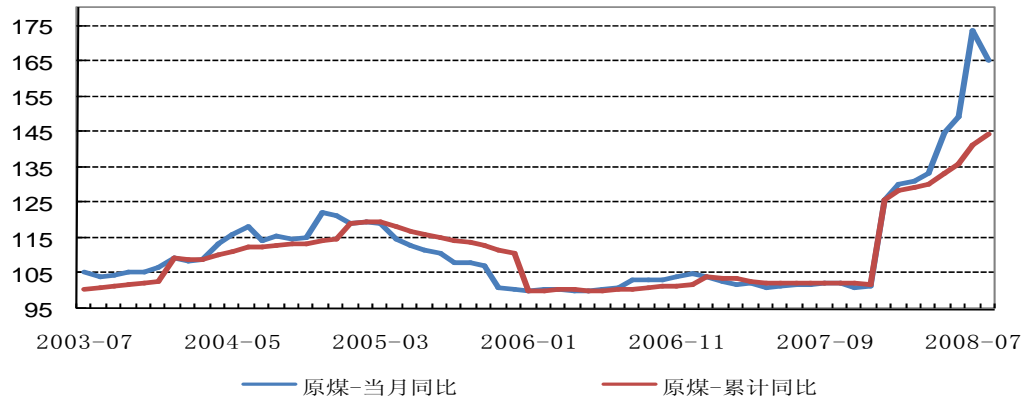
运力制约

煤炭需求的增量超过了运力线路的增速。中国铁路运力分布不均衡、实际运力增长有限，而2008年频繁发生的自然灾害更加剧了运力调配的非均衡性，这均影响了煤炭的有效供应。

其他因素

我们认为，除了供求关系外，需求高增长背景下的供给结构调整、成本的上升和国内外较大的煤炭价差也是推动国内煤价上升的重要因素。2008年煤炭价格也幅上扬，7月，原煤价格指数当月同比达到173.67。

图8：国内煤炭价格指数



资料来源：中国煤炭市场网，第一上海

上半年电企普遍亏损或盈利下降

电企盈利下降

由于电价管制，煤炭价格的上涨不断压缩电力企业的盈利空间。根据电力企业公布的半年业绩报告，各电企的合同煤兑现率出现明显下降，单位燃煤成本普遍上涨了24%-30%左右，并不同程度的出现了业绩亏损或盈利大幅下降。

表1：H股电力企业半年度业绩报告摘要

	华润电力 (836)	中国电力 (2380)	大唐发电 (991)	华能国际 (902)	华电国际 (1071)
营业额	12,144	4,043	17,652	30,737	13,694
同比	82.3%	47.3%	14.1%	32.8%	60.4%
经营成本	(10,618)	(4,020)	(15,675)	(30,200)	(13,534)
同比	113.1%	59.7%	35.8%	54.2%	84.2%
燃料	(7,821)	(3,036)	(9,926)	(21,418)	(10,227)
同比	115.9%	70.5%	38.3%	68.0%	118.2%
经营利润	1,766	23	1,977	478	161
同比	0.7%	-89.7%	-49.6%	-86.3%	-86.5%
税前利润	1,238	(237)	525	(694)	(809)
同比	-26.7%	下降3.34亿元	-82.4%	下降43.1亿元	下降15.2亿元
净利润	1,006	(249)	406	(544)	(506)
同比	-28.7%	下降3.19亿元	-77.5%	下降34.2亿元	下降10.5亿元
经营利润率	14.54%	0.58%	11.20%	1.56%	1.17%
同比	下降11.9个百分点	下降7.7个百分点	下降14.1个百分点	下降13.5个百分点	下降12.8个百分点
净利润率	8.28%		2.30%		
同比	下降13.0个百分点	去年同期为2.5%	下降9.4个百分点	去年同期为12.4%	去年同期为6.4%
燃料/营业额	64.40%	75.09%	56.23%	69.68%	74.68%
燃料/经营成本	73.65%	75.53%	63.33%	70.92%	75.56%

资料来源：公司资料，第一上海

下半年行业展望——困境缓解

电力需求依然旺盛

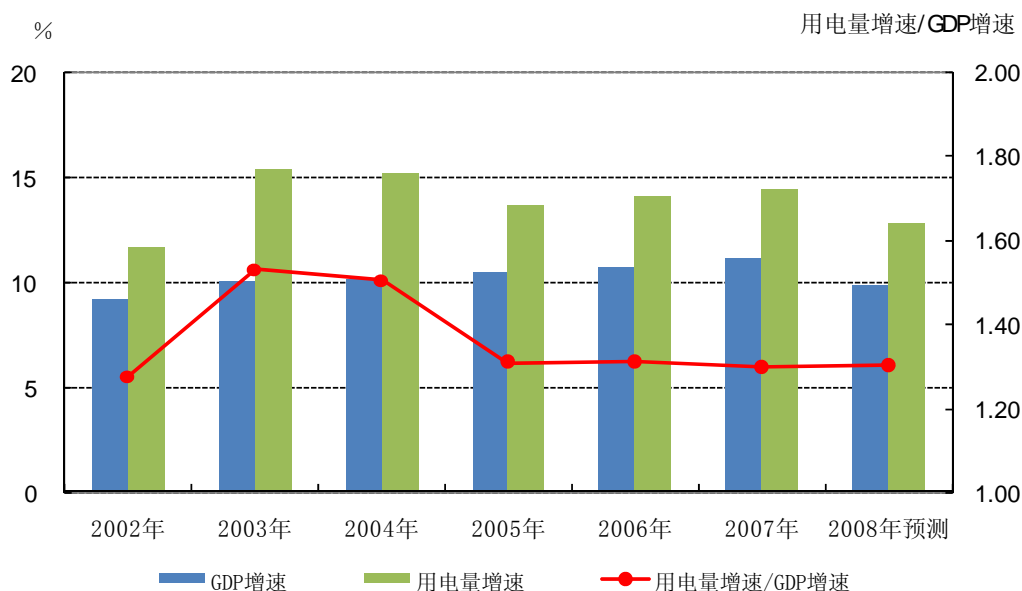
不利因素消除或缓解

上半年影响电力需求的主要因素得以消除或者缓解，包括：雪灾、地震、缺煤、限电等。我们预计，下半年的机组利用小时将得以回升，全年将与去年持平或小幅下降。

电力需求增速与 GDP 增速正相关

电力需求与经济增长正相关，从中国历史数据看，电力需求的增速是 GDP 增速的 1.3-1.5 倍。同时，根据世界银行 6 月份发布的报告预测，2008 年中国 GDP 增长率为 9.8%，较年初 9.6% 的预测稍有上调。我们取倍数的下限 1.3，据此判断，2008 年中国电力需求增速将达到 12.74%，而 1-7 月用电量增长为 10.91%。我们预计，下半年需求增速将得以回升。

图 9：用电量增速与 GDP 增速弹性



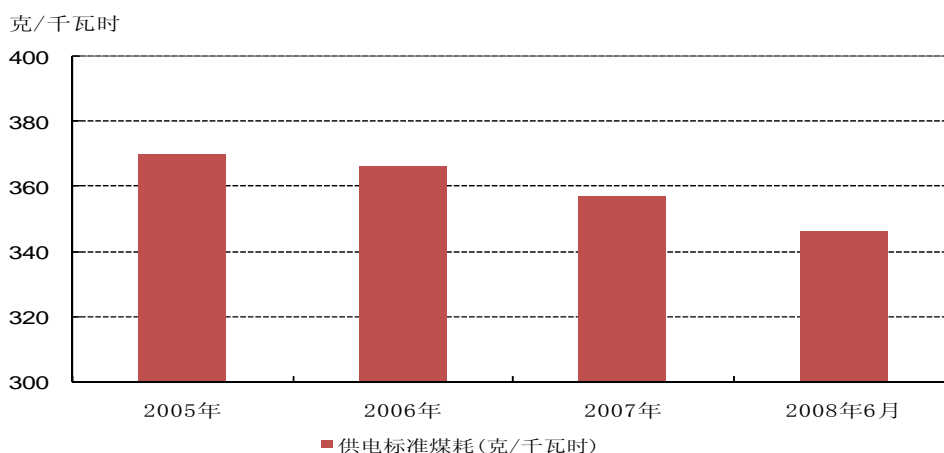
资料来源：中国统计局，第一上海

煤耗持续下降

煤耗下降趋势将延续

近几年，电力行业煤耗率不断下降。今年上半年，全国 6000 千瓦及以上发电厂生产供电标准煤耗为 346 克/千瓦时，同比下降了 9 克/千瓦时，我们预计下降趋势将延续。

图 10: 6000 千瓦及以上发电厂供电标准煤耗



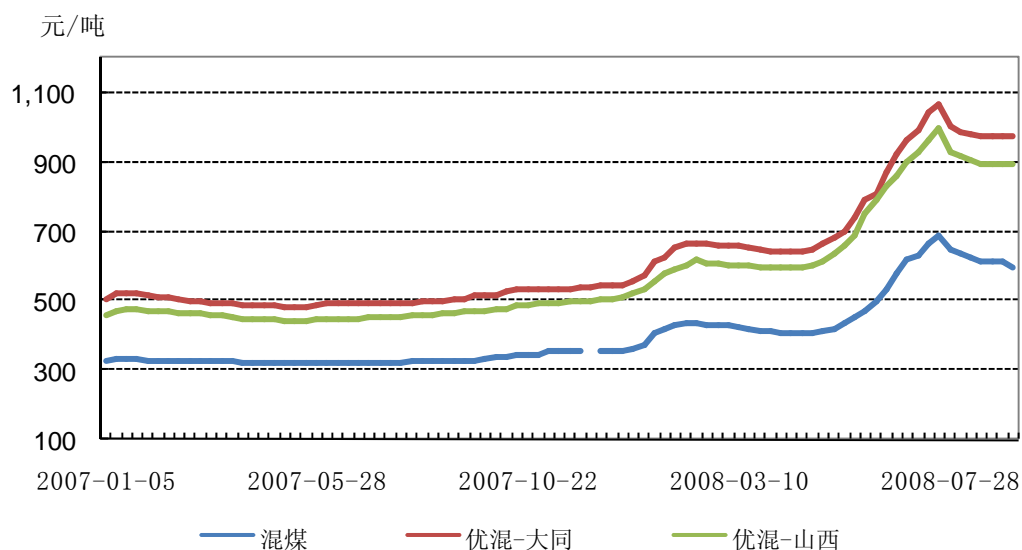
资料来源: 中电联, 第一上海

煤炭限价措施取得成效

8 月份动力煤价格回落

由于电煤价格的矛盾, 国家发改委分别在 6 月和 7 月底两次提出限价措施。我们看到, 在第二次限价后, 动力煤价格明显回落, 大同优混和山西优混动力煤价格分别由最高 7 月 21 日的 1065 元/吨和 95 元/吨, 下降到 9 月 16 日的 975 元/吨和 895 元/吨, 下降幅度分别为 8.45% 和 10.05%。

图 11: 动力煤现货价格



资料来源: 中国煤炭市场网, 第一上海

电价可能第三次上调

6月-8月，上网电价两次上调

2008年6月19日，国家发改委宣布，自7月1日起，将全国上网电价平均每千瓦时提高1.74分钱，上调幅度为4.7%。8月19日，国家发改委再次宣布，自8月20日起，全国火电发电企业上网电价平均每千瓦时再次上调0.02元人民币，调整幅度为5%。相对于2007年来说，两次调价后，上网电价平均上调了11%左右。

表 2: H 股电力企业两次电价上调幅度

	华润电力	中国电力	大唐发电	华能国际	华电国际
6月19日调价方案					
电价调整（元/兆瓦时）	19	26.8	17.7	19.32	17.14
增幅	4.94%	8.45%	5.23%	5.16%	4.77%
8月19日调价方案					
电价调整（元/兆瓦时）	23	22	19.93	22.51	22.59
增幅	5.50%	6.41%	5.70%	5.67%	5.78%
合计					
电价调整（元/兆瓦时）	42	48.8	37.63	41.83	39.73
增幅	10.71%	15.40%	11.23%	11.12%	10.83%

资料来源：公司资料，第一上海

电价上调1分钱可以覆盖煤价28.9元/吨

在两次电价上调后，电力公司的困境得到缓解，但是，由于煤价的涨幅远远超过电价的上调，目前的电价水平仍然不能弥补燃料成本的增长。根据我们的预测，电价每上调1分/千瓦时，可以覆盖28.9元/吨的煤价上涨。

近日，国家公布8月份CPI为4.9%，比市场预测为低。我们认为，在CPI的增幅得以控制后国家可能会再次上调上网电价，同时提高销售电价。目前，各电力企业也普遍预测国家可能在第四季度上调电力价格。

电价敏感性

我们对已评级电力公司进行电价敏感性分析如下，若电价全年平均再次上调0.01元/千瓦时，华润电力、中国电力及大唐发电2008年每股收益将提升0.12元、0.07元和0.06元。

表 3: 电价上调敏感性

电价上调0.01元/千瓦时	华润电力（836）	中国电力（2380）	大唐发电（991）
营业额变化(百万元)			
2008年E	612.7	316.5	1,113.0
变动	2.34%	2.98%	2.88%
2009年E	705.4	364.2	1,222.3
变动	2.11%	2.74%	2.61%
净利润变化(百万元)			
2008年E	480.6	262.5	711.9
变动	13.89%	293.24%	74.72%
2009年E	500.6	299.6	781.8
变动	11.04%	93.71%	44.67%
EPS变化			
2008年E	0.12	0.07	0.06
变动	13.89%	293.24%	74.72%
2009年E	0.12	0.08	0.07
变动	11.04%	93.71%	44.67%

资料来源：公司资料，第一上海预测

煤价敏感性

从已评级公司的煤价敏感性分析得出，若煤炭价格全年平均每上调 10 元/吨，华润电力、中国电力及大唐发电 2008 年每股收益将下降 0.05 元、0.03 元和 0.02 元。

表 4：煤价上涨敏感性

煤价上涨10元/吨	华润电力（836）	中国电力（2380）	大唐发电（991）
燃煤成本变化（百万元）			
2008年E	243.0	125.9	433.6
变动	1.50%	1.63%	1.96%
2009年E	279.8	144.9	476.2
变动	1.36%	1.55%	1.84%
净利润变化（百万元）			
2008年E	(190.6)	(104.4)	(277.4)
变动	-5.51%	-116.65%	-29.11%
2009年E	(198.5)	(119.2)	(304.6)
变动	-4.38%	-37.28%	-17.41%
EPS变化			
2008年E	(0.05)	(0.03)	(0.02)
变动	-5.51%	-116.65%	-29.11%
2009年E	0.0	0.0	0.0
变动	-4.38%	-37.28%	-17.41%

资料来源：公司资料，第一上海预测

投资策略——市值与盈利能力综合

寻找煤炭资源丰富的电企

大唐发电直接拥有煤炭资源最为丰富

由于燃煤成本占总经营成本比重约70%，煤炭价格的涨跌将直接影响公司的利润。因此，“煤电联营”有利于规避煤炭价格上涨的风险，维持较稳定的利润率，拥有较多煤矿资源的电企拥有比较优势。

表 5：H 股电力公司煤炭资源比较

华润电力（836）	2007年收购江苏天能，江苏天能在江苏拥有储量3200万吨的煤矿开采许可证，在贵州拥有1.47亿吨煤矿开采许可证。2008上半年，江苏天能贡献收入6亿元。 2007年10月投资兴建五间房煤矿，预计到2013年可提供5000万吨煤炭。到2015年公司东部沿江、沿海地区电厂的煤炭自给率将达到60%—65%。中部地区如湖南、湖北、河南、安徽等地煤炭自给存在一定困难，预计到2015年产能2000万吨，自给率10%。
中国电力（2380）	大股东中电投集团收购我国五大露天矿之一的霍林河煤业集团后，成立了中电霍煤集团公司，2005年销售煤炭1750万吨，开工在建规模3700万吨。公司计划通过自己或母公司控制的煤炭厂在山西、四川、安徽、河南等地尽量参股或控制煤炭厂，2010年前自给率达到20%，2015年超过50%。
大唐发电（991）	拥有塔山煤矿、胜利煤矿、禹州煤矿、五间房煤矿、孔兑沟煤矿和长滩煤矿，储量208.33亿吨，开采量1.57亿吨。公司预计2008年产能1500万吨，到2010年煤炭自给率40%，长期将达到60%。
华能国际（902）	公司力争2010年前煤炭可控供应能力5000万吨，港口煤炭海运、中转能力4000万吨，煤炭海运能力3000万吨。大股东华能集团计划2010年煤炭产能超过6000万吨，自给率20%以上。
华电国际（1071）	大股东华电集团规划2010年控制煤炭资源储量100亿吨以上，控股或参股煤矿年产能4000万吨，在建规模4000万吨/年，储运能力2000万吨。

资料来源：公司资料，第一上海

寻找电源结构多元化的电企

电源结构

优化电源结构是电力企业的未来发展方向，我国近几年也正不断加快水电装机的速度。水电、风电、核电等新能源发电有利于摆脱传统火电的燃料成本压力。

表 6: H 股电力公司电源结构比较

华润电力 (836)	至2008年6月底, 公司拥有权益装机容量12, 930兆瓦, 主要为火电发电, 水电发电仅占1. 1%左右。
中国电力 (2380)	至2008年6月底, 公司权益装机容量8837兆瓦, 全部为火电电厂。公司计划收购的五凌水电, 至2007年底的应占装机容量3542兆瓦, 同时拥有在建及规划中项目5500兆瓦装机容量。五凌水电的装机规模超过了公司目前的火电厂规模。从长期看, 公司将调整发电资产结构, 水电比例将超过20%。
大唐发电 (991)	至2008年6月底, 公司拥有权益装机容量17, 579兆瓦, 其中水电占5. 5%左右。公司计划至2008年底水电规模比重12%, 风电比重1%。
华能国际 (902)	至2008年6月底, 公司权益装机容量36, 993兆瓦。目前公司无风电项目, 水电方面, 公司拥有四川华能水电49%股份。母公司华能集团拥有水电资源主要集中在云南和四川, 预计到2020年全部开发完毕, 届时可能超过三峡水电站的规模。
华电国际 (1071)	至2008年6月底, 公司权益装机容量16, 022. 4兆瓦, 风电发电占1. 05%, 其余均为火电。公司拥有多个水电及风电在建项目, 预计项目投产后风电比重将达到7%。

资料来源: 公司资料, 第一上海

寻找重置成本的合理区间

单位装机市值比较

目前, 火电机组的单位造价为 4000~5000 元/千瓦时, 水电机组单位造价为 6000~8000 元/千瓦时。我们比较 H 股上市的 5 家电企的单位装机市值, 中国电力明显低估。

表 7: H 股电力公司单位装机市值比较

	华润电力 (836)	中国电力 (2380)	大唐发电 (991)	华能国际 (902)	华电国际 (1071)
股本 (百万)	4, 140	3, 605	11, 734	12, 055	6, 021
股价 (港元)	17. 36	1. 87	4. 97	5. 68	1. 94
市值 (百万)	71, 876	6, 741	58, 318	68, 475	11, 681
净债务 (百万)	39, 916	11, 494	103, 325	103, 011	52, 355
权益装机容量 (兆瓦)	12, 930	8, 837	17, 579	36, 993	16, 022
单位装机价格 (人民币元/千瓦)	7, 608	1, 972	8, 797	4, 413	3, 909

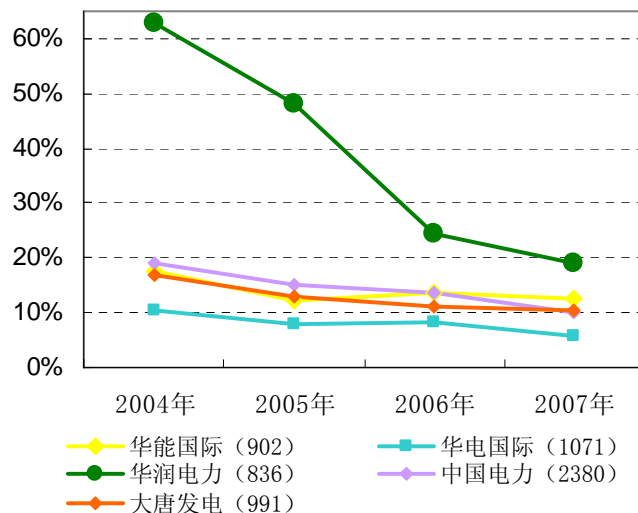
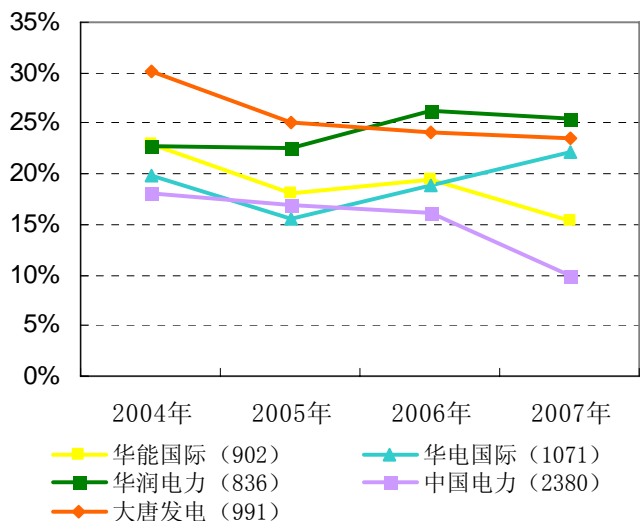
资料来源: 公司资料, 第一上海

寻找财务负担较轻的电企

我们认为，公司盈利的关键在于成本控制，良好的营业利润率和净利润率是公司在规模扩张中盈利增长的关键。我们比较各电力公司财务数据发现，上半年财务费用普遍大幅增长，财务费用的控制已成为电力企业盈利的关键。因此，适度的资本承担极为重要。

图 12: 各电力企业经营利润率比较

图 13: 各电力企业净利润率比较



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

投资建议

华润电力——首选

目标价 24.18 港元

上半年华润电力机组利用小时为 2,996 小时，同比增长 3.6%。单位燃煤成本 208.5 元/兆瓦时，同比增长 24.0%。截至 2008 年 6 月底，权益装机容量 12,930 兆瓦，预计到 2008 年末权益装机容量为 15,000 兆瓦，2009 年末 18,000 兆瓦，2010 年末 21,000 兆瓦，2007-2010 年权益装机容量的复合年均增长率为 18.86%。

华润电力一直保持较高的经营利润率及净利润率，权益装机容量的大幅增长将显著提升公司盈利水平。

我们用 DCF 估值法给予目标价 24.18 港元，目标价相当于 08 年 32.35 倍，09 年 22.0 倍 PE；及 08 年 3.6 倍，09 年 3.2 倍 PB。目标价较现价有 41.0% 的上升空间，评级为买入。

表 8: 盈利摘要

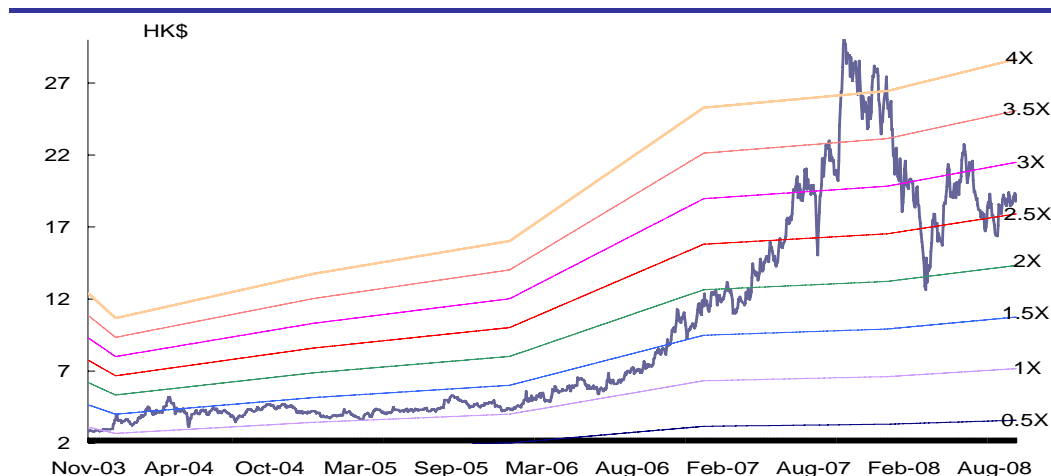
截止 12 月31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(港元百万)	9,740	16,830	26,209	33,399	41,022
变动(%)	64.3%	72.8%	55.7%	27.4%	22.8%
净利润(港元百万)	2,365	3,221	3,459	4,534	5,627
每股盈利(港元)	0.620	0.821	0.836	1.095	1.359
变动(%)	-17.4%	32.4%	1.8%	31.1%	24.1%
市盈率@17.36港元(倍)	28.0	21.2	20.8	15.9	12.8
每股股息(港元)	0.14	0.20	0.22	0.28	0.35
股息现价比率(%)	0.79%	1.16%	1.25%	1.64%	2.04%

资料来源：公司资料，第一上海预测

PB-band

通过分析公司上市以来的股价走势，公司历史最低 PB 为 1 倍左右，在 2007 年底公司投资煤矿资源后，股价得到大幅提升。由于我们并未考虑煤矿资源的资产贡献，我们认为稍高于其他电力公司的 PB 水平是可以接受的，综合考虑，2~3 倍是比较安全的区间。

图 14: 华润电力 PB-band



资料来源：公司资料，彭博，第一上海预测

中国电力——买入

目标价 2.45 港元

上半年中国电力单位燃煤成本 193 元/兆瓦时，同比增长 24%。公司重点合同煤、非重点合同煤和市场煤的比重分别为 70%、15% 和 15%，公司预计全年单位燃煤成本增长 30%-40%。

至 2008 年 6 月底，公司权益装机容量 8,837 兆瓦。公司正在进行五凌水电 63% 权益的收购，若收购顺利完成，公司在优化发电资产结构的同时，装机容量将得到极大提升。

公司资本负担较重，短期内净资产负债率最高可能达到 180%，而目前为 112%，长期将维持 120%。

我们通过 DCF 估值，给予目标价 2.45 港元，目标价相当于 08 年 87 倍，09 年 24 倍 PE；及 08 年 0.83 倍，09 年 0.81 倍 PB，较现价有 31.2% 的上升空间，评级为买入。

表 9：盈利摘要

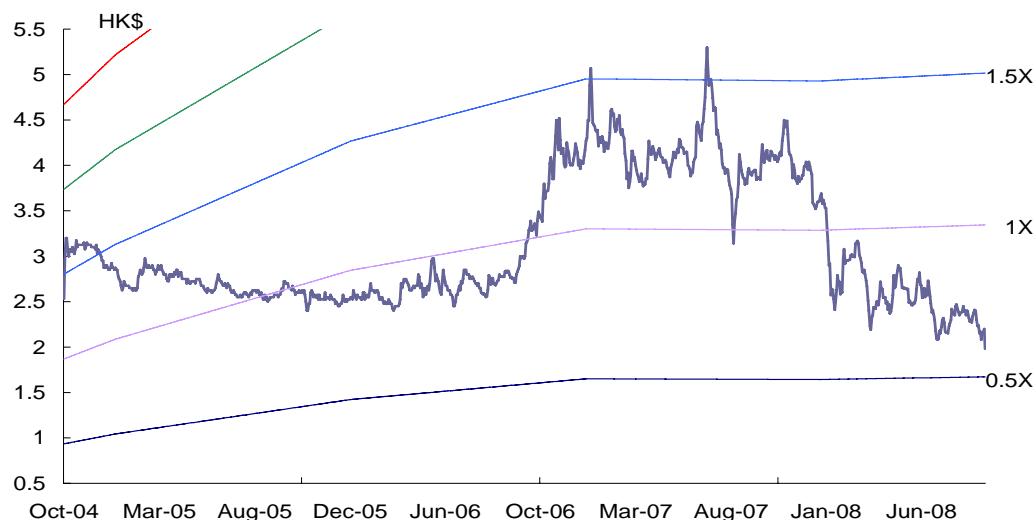
截止 12 月 31 日	06 年历史	07 年历史	08 年预测	09 年预测	10 年预测
营业额(人民币百万)	5,203	5,907	10,614	13,275	16,546
变动(%)	19.3%	13.5%	79.7%	25.1%	24.6%
净利润(人民币百万)	703	592	90	320	366
每股盈利(人民币元)	0.220	0.164	0.025	0.089	0.102
变动(%)	4.8%	-25.3%	-84.9%	257.2%	14.5%
市盈率 1.87 港元(倍)	7.6	10.1	67.0	18.8	16.4
每股股息(人民币元)	0.08	0.05	0.01	0.03	0.03
股息现价比率(%)	4.81%	3.24%	0.49%	1.76%	2.01%

资料来源：公司资料，第一上海预测

PB-band

我们通过公司上市以来的股价走势看到，公司自 2004 年上市后，股价一直处于 0.5~1.5 倍 PB 的区间。目前，公司股价已逼近 08 年 0.5 倍 PB 边缘，我们认为公司严重低估。

图 15：中国电力 PB-band



资料来源：公司资料，彭博，第一上海预测

大唐发电——中性

目标价 5.53 港元

大唐发电上半年机组利用小时为 5625 小时，同比下降 3.5%。单位燃料成本 168.78 元/兆瓦时，同比增长 24%。公司预计下半年利用小时将有所回升，全年平均为 5500~5800 小时。

公司是拥有最多煤炭资源的电力公司。目前，公司投资的塔山煤矿预计 2008 年产能达到 1000 万吨，朔州地区的煤矿 2008 年产能 500 万吨。同时，公司尚拥有若干待批煤矿，预计到 2010 年煤炭自给率达到 40%，从长期看将实现自备煤 60% 以上的比例，可以部分抵消燃煤成本上涨风险。

公司资本负担较重，2008-2010 年资本开支计划为 660-670 亿元。在目前经营现金流下降过程中旺盛而持续的资金需求将给公司融资造成较大压力，并进一步增加公司的财务负担。

我们用 DCF 估值法给予目标价 5.53 港元，目标价相当于 08 年 60.0 倍，09 年 32.6 倍 PE；及 08 年 1.87 倍，09 年 1.77 倍 PB。较现价有 12.5% 上升空间，评级持有。

表 10: 盈利摘要

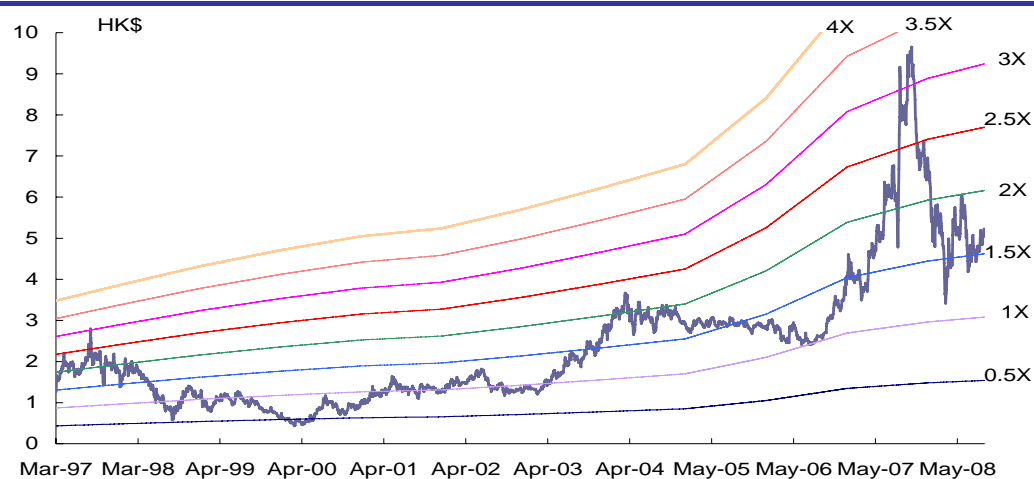
截止 12 月 31 日	06 年历史	07 年历史	08 年预测	09 年预测	10 年预测
营业额(人民币百万)	24,835	32,829	38,680	46,881	50,772
变动(%)		32.2%	17.8%	21.2%	8.3%
净利润(人民币百万)	2,778	3,406	953	1,750	2,338
每股盈利(人民币元)	0.268	0.293	0.081	0.149	0.199
变动(%)		9.4%	-72.3%	83.7%	33.6%
市盈率@4.97 港元(倍)	16.7	15.3	55.1	30.0	22.4
每股股息(人民币元)	0.23	0.12	0.03	0.06	0.08
股息现价比率(%)		2.71%	0.75%	1.38%	1.84%

资料来源：公司资料，第一上海预测

PB-band

通过公司 1997 年上市以来的股价走势看到，公司股价大多数处于 0.5~2 倍 PB 的区间。目前，我们并未考虑公司煤矿资源的资产贡献，我们认为 1~2 倍 PB 是较为安全的区间。

图 15: 大唐发电 PB-band



资料来源：公司资料，彭博，第一上海预测

华能国际——未评级

未评级

上半年单位燃煤成本 226.78 元/千瓦时，同比上涨 34%，公司预计全年涨幅可能达到 40%。

华能国际是中国国内最大的上市发电公司，全资拥有 16 家电厂，控股 12 家电力公司，参股 4 家电力公司。至 2008 年 6 月底，权益装机容量 36,993 兆瓦。

公司的大股东中国华能集团装机容量 7158 万千瓦，公司具有优先收购大股东优质资产的优势。

公司经营利润率及净利润率水平较好，2007 年净利润率仅低于华润电力。但 2008 年上半年，公司业绩下滑较大。

表 11: 盈利摘要

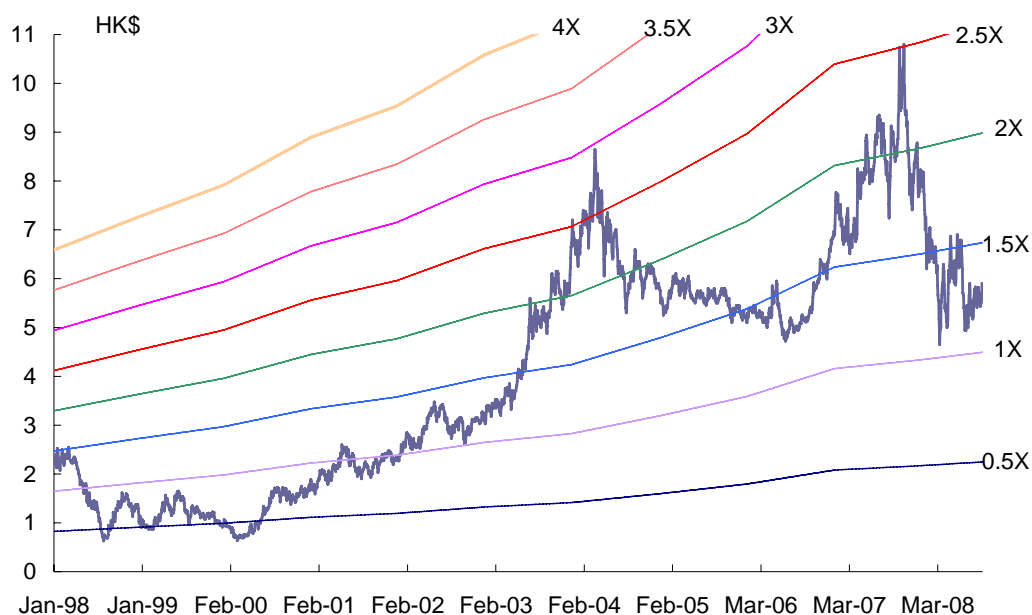
截止 12 月 31 日	06 年历史	07 年历史	08 年预测	09 年预测	10 年预测
营业额(人民币百万)	44,153	49,628	65,294	79,662	87,463
变动(%)	N/A	12.4%	31.6%	22.0%	9.8%
净利润(人民币百万)	6,071	6,161	1,735	3,349	4,167
每股盈利(人民币元)	0.500	0.510	0.142	0.279	0.344
变动(%)	N/A	2.0%	-72.2%	96.5%	23.3%
市盈率◎5.8 港元(倍)	10.2	10.0	35.9	18.3	14.8
每股股息(人民币元)	0.28	0.30	0.13	0.17	0.20
股息现价比率(%)	5.49%	5.88%	2.51%	3.23%	3.94%

资料来源：公司资料，第一上海预测

PB-band

通过公司 1998 年上市以来的股价走势，我们认为 0.5~1.5 倍 PB 是市场较差时期的安全的区间。

图 16: 华能国际 PB-band



资料来源：公司资料，彭博，第一上海预测

华电国际——未评级

未评级

上半年公司发电机组利用小时完成 2597 小时，同比增长 372 小时。单位燃料成本 225.3 元/千瓦时，同比上涨 29.98%。

公司上半年共有 67.25 万千瓦机组完成试运，截至 6 月 30 日，权益装机容量 1,664.94 万千瓦，同比增长 14.65%。公司拟通过发行短期融资券获得资金收购集团公司 222 万千瓦的发电资产，未来发电业务有望稳步提升。

近几年，华电国际净利润率一直低于同业其他公司，估值水平低于行业平均。

表 12: 盈利摘要

截止 12 月 31 日	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
营业额(人民币百万)	14,700	20,341	30,388	37,888	43,685
变动(%)	N/A	38.4%	49.4%	24.7%	15.3%
净利润(人民币百万)	1,201	1,197	102	717	1,213
每股盈利(人民币元)	0.200	0.200	(0.024)	0.117	0.198
变动(%)	N/A	0.0%	-112.0%	N/A	69.2%
市盈率◎1.94港元(倍)	8.5	8.5	-71.1	14.6	8.6
每股股息(人民币元)	0.06	0.06	0.02	0.04	0.06
股息现价比率(%)	3.51%	3.51%	1.23%	2.11%	3.51%

资料来源：公司资料，第一上海预测

PB-band

公司自 1999 年上市以来，仅有 1999~2001 和 2005~2006 两个阶段处于 1 倍 PB 以下，目前不到 1 倍的 PB 已是较低水平，比较安全。

图 17: 华电国际 PB-band



资料来源：公司资料，彭博，第一上海预测

附：全球电力行业估值水平表

我们比较了全球电力行业（包括全球前九大发电类上市公司）的估值水平，2008年PB区间为0.63~3.93倍，平均为1.77。H股各电力公司2008年PB已普遍低于全球平均数。

表 13：全球电力行业估值水平表

公司名称	代码	股价	PB			PE		
			08E	09E	10E	08E	09E	10E
NTPC Ltd	NNATP	172.65	-	2.46	2.29	-	18.06	16.42
CESKE ENERGETICKE ZAVODY	CEZ	41.20	2.90	2.56	2.19	11.20	9.36	8.30
AES CORP	AES	11.23	-	-	-	9.53	8.75	7.29
MIRANT CORP	MIR	23.29	1.62	1.36	1.16	8.58	6.37	6.93
NRG ENERGY INC	NRG	25.15	1.25	1.09	0.93	10.06	8.73	7.67
RELIANT ENERGY INC	RRI	12.30	0.89	0.84	0.78	11.45	10.16	8.42
DYNEGY INC	DYN	3.20	0.63	0.59	0.56	18.94	8.86	8.21
ELECTRIC POWER DEVELOPMENT Co. Ltd.	9513	3280.00	-	1.12	1.08	-	12.62	14.71
TRACTEBEL ENERGIA SA	TBLE3	18.00	3.93	3.26	2.96	10.91	10.31	9.24
EDF ENERGIES NOUVELLES SA	EEN	36.76	2.70	2.69	2.27	39.07	26.62	21.42
EDP RENOVAVEIS SA	EDPR	5.80	1.16	1.04	1.01	65.18	28.72	21.10
ORMAT TECHNOLOGIES INC	ORA	37.24	2.22	1.83	1.48	32.52	23.20	20.55
GLOW ENERGY PCL	GLOW	28.50	1.35	1.26	1.19	9.71	10.12	9.24
HUB POWER COMPANY	HUBC	21.46	0.87	0.87	0.84	9.11	7.65	5.48
KOT ADDU POWER COMPANY LTD	KAPCO	40.00	-	1.76	1.69	-	6.45	6.18
平均			1.77	1.62	1.46	19.69	13.07	11.41

资料来源：彭博，第一上海

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准,不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向,财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠,但第一上海不能担保其准确性或完整性,而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2008 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。